

科大讯飞（002230.SZ）

优于大市

星火大模型 V4.0 全面突破，AI+赛道业绩增速亮眼

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 计算机 · 软件开发

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiONGLI1@guosen.com.cn

执证编码：S0980519030002

事项：

公司公告：2024年6月27日，公司正式发布讯飞星火大模型 V4.0，对七大核心能力进行全面升级，全面对标 GPT-4 Turbo，并在文本生成、语言理解、数学能力等方面实现超越，在 8 个国际主流测试集中排名第一，成为领先的大模型。同时，讯飞星火首发“个人空间”，打通全系讯飞 C 端软硬件产品生态。针对专业化领域的应用，公司在医疗、教育、办公等领域不断做出升级创新，促进实现 AI+各赛道应用规模化落地。近期，公司作为第一完成单位的《多语种智能语音关键技术及产业化》项目，获得国家科学技术进步奖一等奖，星火语音大模型迎来新突破。此外，公司发布星火企业智能体平台，在星火大模型带来行业赋能的同时，助力开发者生态蓬勃发展。

国信计算机观点：在全球人工智能的浪潮下，公司作为我国人工智能龙头，核心源头技术优势突显，“平台+赛道”战略布局发展势头强劲，讯飞星火大模型的不断升级超越赋能各个赛道 AI 应用规模化落地，市场规模预计保持较快增长，公司业绩有望高速增长。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 9.05/19.35/29.55 亿元，对应当前 PE 分别为 110/51/34 倍，给予“优于大市”评级。

评论：

◆ 星火大模型持续升级迭代，强强联手打造国产化算力底座

星火大模型 V4.0 全面突破，综合能力国内领先。2024年6月27日，公司正式发布基于全国首个国产万卡算力集群“飞行一号”的讯飞星火大模型 V4.0，对七大核心能力进行升级突破，全面对标 GPT-4 Turbo，并在文本生成、语言理解、数学能力等方面的实现超越，图文识别能力在科研、金融、医疗、司法、办公等场景的应用效果已领先 GPT-4o。在国内外中英文 12 项大模型主流测试集中，讯飞星火在 8 个测试集中排名第一，超越 GPT-4 Turbo 等国际大模型。基于公司源头各项核心技术积累，星火大模型的综合表现在国内保持领先水平，目前讯飞星火大模型正成为国家能源集团、中国石油、中国移动、中国人保、太平洋保险、交通银行等多领域头部企业的首选，同时已经在代码、合规审查、客服、评标、智能交互等多个典型场景产生应用成效。随着讯飞星火大模型的持续优化和应用场景的不断扩展，公司将有望在未来的市场竞争中保持优势，在大模型发展过程中持续引领潮流，朝着构建涵盖源头技术生态、智能体生态、应用生态和行业生态的全面生态体系稳步前进。

图1: 星火大模型 V4.0 正式发布



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 星火开发者生态加速增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

携手华为打造国产化算力底座, 保障人工智能技术可持续发展。过去几年美国极限施压中锻炼出来的核心能力成为公司发展自主可控大模型的先发优势, 通过与华为强强联合, 合力打造我国通用人工智能新底座, 让国产大模型架构在自主创新的软硬件基础之上, 实现了大模型核心技术底座自主可控。2023年10月24日, 科大讯飞携手华为, 宣布首个支撑万亿参数大模型训练的万卡国产算力平台“飞星一号”正式启用, 基于“飞星一号”训练出的星火大模型 V3.5 和 V4.0 的性能指标均处于国内顶尖水平, 并在逻辑推理等能力方面超越 GPT-4 Turbo。通过与华为的战略合作, 公司在核心技术模型的自主可控能力实现飞跃, 也为公司在过各赛道的拓展提供更加稳定和高效的技术支撑, 推动大模型深度落地, 赋能千行百业, 促进自主可控的繁荣生态。

◆ 中国人工智能“国家队”, 技术实力遥遥领先

公司成立于1999年, 是亚太地区知名的智能语音和人工智能上市企业。自成立以来, 一直从事智能语音、自然语言理解、计算机视觉等核心技术研究并保持国际前沿技术水平。公司积极推动人工智能源头核心技术研发和产业化落地, 致力于“让机器能听会说, 能理解会思考, 用人工智能建设美好世界”。

公司是混合所有制代表企业, 股权结构较为分散, 其中大股东中国移动通信有限公司和中科大资产经营有限责任公司均为国资股。董事长兼创始人刘庆峰, 因与中科大资产经营有限责任公司签署《一致行动协议》, 成为公司实际控制人。

表1: 科大讯飞股权结构

股东名称	持股数量(股)	持股比例
中国移动通信有限公司	2.318 亿	10.61%
香港中央结算有限公司	9041 万	4.14%
中科大资产经营有限责任公司	7508 万	3.44%
张炜	6466 万	2.96%
安徽言知科技有限公司	5729 万	2.62%
王萍	4672 万	2.14%
刘庆峰	3207 万	1.47%
王仁华	2058 万	0.94%
华泰柏瑞沪深 300ETF	1997 万	0.91%
葛卫东	1844 万	0.84%

其他

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，数据截至 2024 年 3 月 31 日

作为中国人工智能“国家队”，公司承建了中国唯一的认知智能全国重点实验室和语音及语言信息处理国家工程研究中心，是中国语音产业联盟和中科院人工智能产学研创新理事长联盟理事长单位。随着科大讯飞在语音技术核心研究和人工智能领域的成绩逐渐显著，社会各界给予广泛关注，多位党和国家领导人都曾亲临科大讯飞视察，对公司做出的创新工作均给予充分肯定。国家各行业部委和权威机构也已经初步形成了科大讯飞“国家队”的基本共识。

表2: 科大讯飞承建的国家级人工智能实验室

实验室	战略目标及研究方向
首批国家新一代人工智能开放创新平台	依托科大讯飞建设智能语音国家新一代人工智能开放创新平台，助力我国相关技术及应用达到国际领先水平。包括建立人工智能产学研用开放创新研究平台，构建面向海量训练数据建设的基础数据资源平台，打造面向语音交互的“云+端”软硬件一体化开发平台等。
认知智能国家重点实验室	瞄准国际认知智能技术的理论和技术发展前沿，面向国家重大战略需求和人工智能产业发展。以人机交互、智慧教育、智慧医疗、智慧司法等领域对认知智能技术的广泛和共性需求为牵引，重点开展语义计算、知识建模等认知智能基础理论及技术研究。
语音及语言信息处理国家工程实验室	依托科大讯飞建设语音及语言技术研究及工程化应用的技术研发平台等，并依托中国科大建设语音合成研究室等 4 个核心技术研究室，进一步整合源头核心技术研究资源并通过工程化平台形成产业界急需的先进科技成果，不断提升智能语音技术与产业的核心竞争力。

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司人才实力雄厚，核心技术全球领跑。公司构建了一支建制制的、行业顶尖的研发团队，团队建制完整、高效协同，并且充满使命感和归属感，成为科大讯飞在研究领域最大的优势，为前沿核心算法的研发创新奠定基础。科大讯飞两次被列入美国美国实体清单并且成功应对极限施压，核心技术研发和产品开发平台逐步实现全面自主可控，公司全面覆盖多个 AI 研究领域且在智能语音、机器认知理解等关键核心领域已处于国际领先水平。2024 年 6 月 24 日，科大讯飞作为第一完成单位的“多语种智能语音关键技术及产业化”项目获得国家科学技术进步奖一等奖，这是全球人工智能浪潮以来过去十年人工智能领域的首个国家科学技术进步奖。

表3: 公司 AI 技术领域所获荣誉

AI 领域	细分技术	所获荣誉
	语音合成	国际权威语音合成大赛 2006-2019 连续 14 年冠军；2021 年 DSTC10 冠军；2022 年 DSTC11 三项冠军
智能语音	语音识别	2015 首次超过人类速记员；国际权威比赛 CHIME2018-2020 三连冠；2021 年 DIHAD-3 冠军
	声音定位与检测	2021 年 Cityscapes 3D 刷新世界纪录；2022 年 DiCOVA、DCASE 两项冠军
	图文识别	2021 年 LOCR 冠军；2022 年 OBG 冠军；2022 年 OOV-ST 挑战赛文字识别冠军
自然语言处理 (NLP)	常识推断	2022 年 OpenBookQA 冠军，常识推理单模型首次超越人类平均水平；2022 年 QASC 榜首
	机器翻译	2021 IWSLT 三个赛道冠军；2022 年 IWSLT 英德、英中两个方向冠军
计算机视觉 (CV)	手势识别	2020 年 The 20BN-Jaater Dataset 手势识别评测冠军

场景文字识别 2021 年 CSIG 轻量级文字识别技术创新大赛冠军

目标检测 2022 年 nuScenes 纯视觉 3D 目标检测任务冠军

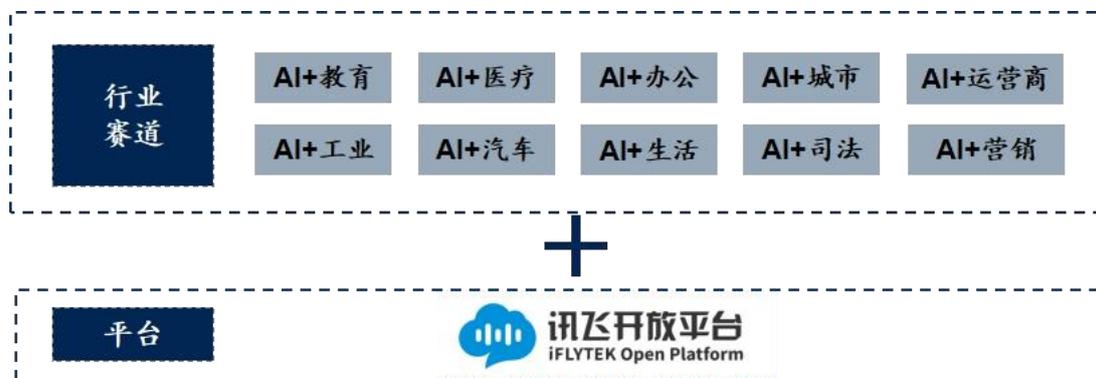
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 践行“平台+赛道”战略布局，加速人工智能生态发展

科大讯飞基于讯飞开放平台开放 647 项 AI 能力与大模型技术能力，面向开发者团队开放助手生态、构建 API 矩阵，全场景开放三方插件市场；同时开展行业共建、双创赋能、高校星火营。自 2023 年 5 月 6 日讯飞星火发布至 2023 年底，讯飞开放平台新增 167.6 万开发者团队，同比增长 229%，其中大模型开发者超 35 万；并吸引 2.7 万助手开发者、开发 4.9 万助手应用；面向企业，公司正与 10 万余家企业客户用星火创新应用体验，加速行业赋能步伐。同时，公司已与奇瑞汽车、太平洋保险、交通银行、国家能源集团、中国移动等行业头部企业联合打造各个领域的行业大模型应用标杆，加速产业升级。

公司实施“1+N”布局战略，讯飞星火赋能公司业务“多点开花”。公司启动“1+N 认知智能大模型技术及应用”专项攻关，其中“1”指的是通用认知智能大模型底座，“N”指的是将认知智能大模型技术应用在教育、医疗、汽车、办公、工业、智能硬件等多个行业领域，并形成独具优势的行业专用模型。讯飞星火能够基于其 AI 能力从海量数据和大规模知识中持续进化，实现从提出、规划到解决问题的全流程闭环，自其发布以来，公司已在教育、医疗、办公、智慧城市、运营商等公司各业务赛道逐步形成产业落地成果，构建起可持续发展的“战略根据地”，并推动开发者生态的蓬勃发展。

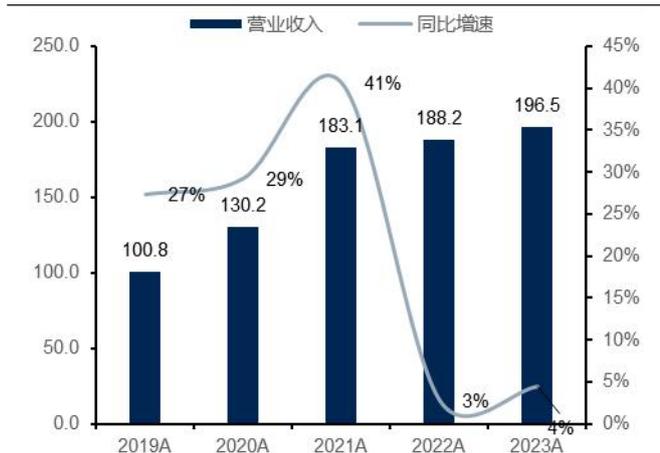
图3：公司“平台+赛道”战略布局



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

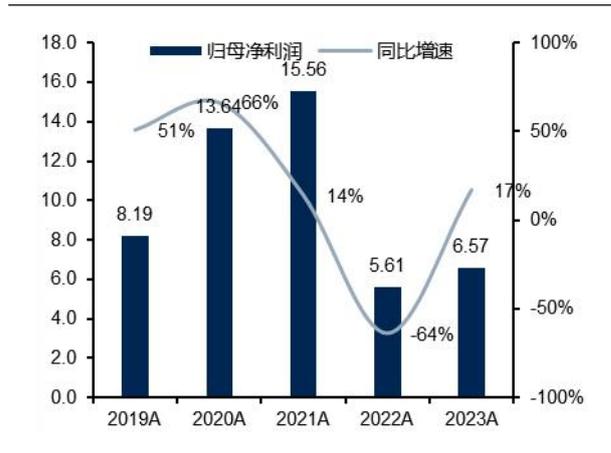
AI 应用规模化落地，从逐步探索迈向全面收获。2014 年，公司提出人工智能战略 1.0，开始聚焦探索 AI 技术不同场景落地应用，经过长期探索，公司在各个赛道已实现突破并形成较为成熟的商业化模式。2019 年，公司正式进入人工智能战略 2.0 时期，以推动人工智能应用规模化为目标，不断拓展行业赛道，持续建立起各赛道优势。公司目前 AI+赛道模式基本已经进入收获期，在教育、医疗、AI 平台、消费、车载、智慧城市等重点领域已建立起品牌优势，并在部分细分领域做到了行业龙头的地位。公司的收入与利润实现双增长，业绩增速亮眼，2023 年，公司实现营业收入 196.5 亿元，较上年增长 4%，实现归母净利润 6.6 亿元，较上年增长 17%。

图4：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

AI+主赛道智慧教育落地场景丰富，打造 G-B-C 端联动。公司在“人工智能助力教育，因材施教成就梦想”理念指导下，通过 AI 技术和教学场景深度融合，为教育体系提供精准服务，实现教与学的数据积累和应用。目前，公司智慧教育产品已在全国 32 个省级行政单位以及日本、新加坡等海外市场应用。公司构建了完善的智慧教育体系，成功打造 G-B-C 端协同联动，形成从校园、考试、教学到学习环节的生态闭环，系统性构建业务体系，从而显著提升智慧教育业务领域的效率，建立起领先的品牌优势。

表4：AI+教育领域 G-B-C 端联动模式

业务端	业务内容	联动模式
G 端	以市县区等区域建设为主体，涵盖面向区域内教育管理者和学校师生等各类用户的因材施教综合解决方案等	以 G 端为战略起点，通过与各地政府合作，将公司智慧教育业务快速拓展至 B 端市场
B 端	以学校建设为主体，包括面向学校的智慧黑板、智慧课堂、大数据精准教学、通过 B 端学校对智慧教育产品的应用，英语听说课堂、数智作业、智慧心育、智慧体育及创新教育等	将公司智慧教育产品拓展至 C 端家长、学生
C 端	以家长用户群自主购买为主，包括 AI 学习机、个性化学习手册、课后服务课程等服务产品	最终在 C 端消费者产品上建立起口碑和信任度，形成领先的品牌优势和持续性收入

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测：业务规模预计稳步扩大，盈利能力有望持续提升

假设前提

1) 智慧教育业务：公司在智能教育方面的业务收入占总收入的比重大，毛利率也比较高，是公司的重要业务，公司在 G 端提供因材施教产品服务，帮助地区地区教育管理者、学校师生提供教育解决方案。在 B 端提供智慧考试产品，支持智慧课堂、考前模拟、大数据精准教学、英语听说课堂、智慧作业、教育考试等服务。在 C 端提供学习机等产品。智慧教育业务是公司收入的核心，我们预计 2024-2026 年公司智慧教育业务收入增速分别为 20%/15%/15%，其毛利率分别为 52%/52%/53%。

2) 智慧医疗业务：公司在智慧医疗方面提供涵盖 G-B-C 三端的产品和服务，包括 G 端的全科医生助理，B 端的影像云、智能评估、诊疗助理，C 端的讯飞晓医 APP 等。我们预计 2024-2026 年公司智能软件业务收

入增速分别为 50%/40%/30%，其毛利率分别为 40%/40%/40%。

3) 智慧城市业务：公司在智慧城市方面开发了数字政府、智慧政法、信息工程等解决方案。智慧城市业务是公司收入的主要来源之一。我们预计 2024-2026 年公司智能物联网业务收入增速分别为 0.24%/0.40%/1.40%，其毛利率分别为 33%/33%/33%。

4) 开放平台及消费者业务：公司在开放平台及消费者业务方面主要是 B 端的数字员工、智能助手，C 端的讯飞听见、讯飞输入法以及开放平台和智能硬件解决方案。公司依托智能语音技术，结合其他先进 AI 技术，打造了开放平台，邀请各位开发者入驻其中；同时提供各种智能软硬件一体化产品，面向客户提供标准化的机器人开发平台，并且可以根据行业定制个性化内容。开放平台及消费者业务是公司收入的绝对核心来源之一。我们预计 2024-2026 年公司开放平台及消费者业务收入增速分别为 40%/30%/30%，其毛利率分别为 33%/34%/35%。

5) 智慧汽车业务：公司在智慧汽车业务的产品和服务主要是 B 端的智能座舱和 C 端智能音频、座舱域控制器等。2024 年 6 月 27 日公司召开了星火大模型 4.0 的发布会，表明公司已经与包括奇瑞、长城、红旗、广汽等多家车企建立了合作关系，星火大模型 4.0 已经在智己 L6、极氪 MIX、星纪元 ES、红旗 EH7、昊铂 GT 等车型上得到搭载。我们预计 2024-2026 年公司智慧汽车业务收入增速分别为 40%/30%/20%，其毛利率分别为 60%/60%/60%。

6) 智能金融业务：公司在智能金融方面的产品和服务主要是星火智能客服、星火营销助手、星火坐席助手、企业知识库等，以私域流量运营为抓手，开展线上、线下协同服务，提升银行营销效率。我们预计 2024-2026 年公司智能金融业务收入增速分别为 15%/15%/15%，其毛利率分别为 70%/70%/70%。

表5: 分业务盈利预测

分项收入预测 (亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
智慧教育业务	64.2	58.52	70.08	80.59	92.68
YoY	-	-	20%	15%	15%
毛利率	46.10%	51.90%	52.16%	52.63%	53.11%
收入占比	34.11%	29.78%	29.60%	29.05%	28.58%
智慧医疗业务	4.67	5.4	6.21	6.83	7.38
YoY	38.17%	15.63%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
收入占比	2.48%	2.75%	2.62%	2.46%	2.27%
智慧城市业务	44.45	39.33	39.42	39.58	40.14
YoY	-10.62%	-11.52%	0.24%	0.40%	1.40%
毛利率	30.74%	32.81%	33.17%	33.03%	33.51%
收入占比	23.62%	20.01%	16.65%	14.27%	12.38%
开放平台及消费者业务	46.40	61.85	86.32	113.25	145.71
YoY	-1.00%	33.28%	39.56%	31.21%	28.66%
毛利率	39.00%	33.50%	33.40%	34.03%	34.49%
收入占比	24.66%	31.47%	36.46%	40.82%	44.93%
智慧汽车业务	4.65	6.96	9.74	12.67	15.20
YoY	3.56%	49.68%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	40.00%	57.00%	60.00%	60.00%	60.00%
收入占比	2.47%	3.54%	4.12%	4.57%	4.69%
智能金融业务	2.35	2.89	3.32	3.82	4.40
YoY	19.29%	22.98%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	90.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
收入占比	1.25%	1.47%	1.40%	1.38%	1.36%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理和预测

费用率假设

➢ 期间费用率：公司主营智慧教育、智慧城市业务及开放平台于消费者业务，并积极布局智能驾驶等新

领域。公司在软件开发技术优势的基础上，提升软硬件一体化产品的竞争力。公司 22/23 年的研发费用率分别为 16.5%/17.7%，管理费用率分别为 0.1%/0.3%。随着公司业务范围扩张，收入也有望进一步增长，期间费用率有进一步下探空间。

- **销售费用率：**公司销售费用率较高，但随着未来公司经营的优化，销售费率有望降低。预计 24/25/26 年销售费用率分别是 18.5%/17.0%/16.0%。
- **管理费用率：**随着公司整合能力的进一步提升，费率管控有望提效，预计未来三年管理费用率将保持在 0.1%。
- **研发费用率：**软件行业具有更新迭代速度快的特点，稳定的研发投入有助于公司保持产品在同类竞品中的优势，并提升创新能力。2024 年是公司的关键时期，公司将加大在在智慧汽车等多个新兴赛道战略投入，以保证长期的业绩增长，预计 24/25/26 年公司研发费用率分别是 17.2%/16.5%/16.0%。

所得税假设

公司近 3 年所得税均为负值主要原因系财税补贴等递延返还所得税大于当期所得税所致，同时 21-23 年递延所得税绝对值呈逐年递减趋势，考虑到后续公司收入即将迎来快速增长期，政府仍会持续给公司补贴以支持研发等投入，递延所得税与当期所得税差额将减少，预计所得税/营业利润分别为-10%、-10%、-10%。

未来三年业绩预测

表 6：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19650	23673	27742	32428
营业成本	11267	13908	16225	18884
销售费用	3584	4379	4716	5188
管理费用	52	24	28	32
研发费用	3,481	4,072	4,577	5,188
财务费用	15	236	261	323
营业利润	429	750	1605	2451
利润总额	420	751	1606	2452
归属于母公司净利润	657	905	1935	2955
EPS	0.28	0.39	0.84	1.28
ROE	3.86%	5%	10%	15%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

◆ **投资建议：**在全球人工智能的浪潮下，公司作为我国人工智能龙头，核心源头技术优势突显，“平台+赛道”战略布局发展势头强劲，讯飞星火大模型的不断升级超越赋能各个赛道 AI 应用规模化落地，市场规模预计保持较快增长，公司业绩有望高速增长。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 9.05/19.35/29.55 亿元，对应当前 PE 分别为 110/51/34 倍，给予“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策推进不及预期；技术推进不及预期；商业化进程不及预期。

相关研究报告：

《科大讯飞（002230.SZ）-23 年触底回升，站在新一轮人工智能的起点》——2023-02-13

《科大讯飞（002230.SZ）-单三季度收入同比增长 2%，归母净利润同比下滑 54%》——2022-10-30

《科大讯飞（002230.SZ）-扣非归母稳健增长，教育业务多点开花》——2022-08-23

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4346	3563	3692	3000	3000	营业收入	18820	19650	23673	27742	32428
应收款项	10711	12947	13261	15541	18166	营业成本	11136	11267	13908	16225	18884
存货净额	2729	2459	3002	3480	4038	营业税金及附加	112	126	152	179	209
其他流动资产	1459	1717	2069	2424	2834	销售费用	3164	3584	4379	4716	5188
流动资产合计	19757	21200	22538	24959	28552	管理费用	1227	1370	148	152	157
固定资产	3260	5635	7367	9290	11237	研发费用	3111	3481	4072	4577	5188
无形资产及其他	2765	3117	2993	2869	2746	财务费用	(79)	15	236	261	323
投资性房地产	6142	6443	6443	6443	6443	投资收益	27	205	3	3	3
长期股权投资	934	1437	1727	2064	2440	资产减值及公允价值变动	(170)	165	(30)	(30)	(30)
资产总计	32859	37831	41068	45625	51418	其他收入	(2821)	(3228)	(4072)	(4577)	(5188)
短期借款及交易性金融负债	785	1186	1000	2109	3538	营业利润	296	429	750	1605	2451
应付款项	7493	7877	9615	11146	12933	营业外净收支	(48)	(9)	1	1	1
其他流动负债	3805	3845	4685	5336	6117	利润总额	248	420	751	1606	2452
流动负债合计	12082	12908	15300	18591	22588	所得税费用	(251)	(193)	(75)	(161)	(245)
长期借款及应付债券	1714	4555	4555	4555	4555	少数股东损益	(63)	(44)	(79)	(169)	(258)
其他长期负债	2216	2637	3053	3401	3797	归属于母公司净利润	561	657	905	1935	2955
长期负债合计	3930	7192	7607	7956	8351	现金流量表 (百万元)					
负债合计	16012	20099	22907	26547	30939	净利润	561	657	905	1935	2955
少数股东权益	447	700	659	571	437	资产减值准备	217	63	417	264	308
股东权益	16400	17032	17502	18507	20041	折旧摊销	1535	1710	756	961	1154
负债和股东权益总计	32859	37831	41068	45625	51418	公允价值变动损失	170	(165)	30	30	30
关键财务与估值指标						财务费用	(79)	15	236	261	323
每股收益	0.24	0.28	0.39	0.84	1.28	营运资本变动	(1160)	(1615)	2202	(318)	(321)
每股红利	0.14	0.14	0.19	0.40	0.61	其它	(244)	(86)	(458)	(352)	(442)
每股净资产	7.06	7.36	7.56	7.99	8.66	经营活动现金流	1080	565	3851	2521	3685
ROIC	15.61%	8.33%	5%	9%	12%	资本开支	0	(2995)	(2812)	(3055)	(3316)
ROE	3.42%	3.86%	5%	10%	15%	其它投资现金流	(20)	(2)	0	0	0
毛利率	41%	43%	41%	42%	42%	投资活动现金流	(236)	(3500)	(3102)	(3391)	(3693)
EBIT Margin	0%	-1%	4%	7%	9%	权益性融资	20	192	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	7%	10%	12%	负债净变化	1322	2841	0	0	0
收入增长	3%	4%	20%	17%	17%	支付股利、利息	(319)	(316)	(435)	(930)	(1421)
净利润增长率	-64%	17%	38%	114%	53%	其它融资现金流	(4393)	(3090)	(186)	1109	1429
资产负债率	50%	55%	57%	59%	61%	融资活动现金流	(2367)	2152	(620)	178	8
股息率	0.3%	0.3%	0.4%	1.0%	1.5%	现金净变动	(1524)	(784)	129	(692)	0
P/E	173.8	147.8	107.4	50.2	32.9	货币资金的期初余额	5870	4346	3563	3692	3000
P/B	5.9	5.7	5.6	5.3	4.8	货币资金的期末余额	4346	3563	3692	3000	3000
EV/EBITDA	70.8	76.5	67.9	43.4	32.4	企业自由现金流	0	(3160)	1260	(329)	599
						权益自由现金流	0	(3409)	815	492	1672

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032